



# 中国の投資信託業界の対外開放の歴史と 発展の方向について<sup>1</sup>

郭 特華\*

## 要約

1. 中国の投資信託業界は、1998年から本格的にスタートし、この10年間で目覚ましい発展を遂げた。また、2001年の世界貿易機関（WTO）加盟以降、中国の投資信託業界の対外開放が加速し、2002年12月に第一号の合併基金管理会社が設立され、現在では全基金管理会社の半数が合併となっている。外資のノウハウの導入により、中国の投資信託業界は国際的にも高い評価を得ている。
2. 中国の投資信託業界への外資の参入だけでなく、規制緩和による銀行、保険、信託、証券といった他業種による資産運用商品の販売や私募ファンドの登場は、中国の資産運用業界全体の競争を促している。2007年からは、適格国内機関投資家（QDII）の資格を取得した基金管理会社によるグローバル運用も始まっている。中国の投資信託業界の国際化が進展している。
3. 中国の投資信託業界の対外開放、特にグローバル運用の開始に伴い、①資本規模、②人材、③企業管理レベル、④グローバル運用の管理能力に関する課題が顕在化しており、今後取り組んでいく必要がある。

## I、中国の投資信託業界の対外開放の歴史と現状

1998年の本当の意味での証券投資信託の誕生から、2001年の第一号のオープン・エンド型投資信託の設立、更に2006年と2007年の投資信託業界の飛躍へと、中国の投資信託業界はゼロからスタートし、10年間の発展の歴史を経て目を見張るような成果を挙げた。2007年末現在、中国の証券投資信託の投資口数と管理資産総額はそれぞれ2.2兆口、3兆元を超えた。投資信託は既に重要な機関投資家として、国内資本市場の成長と発展において重要な役割を果たしている。投資信託業界の10年間の歴史は絶え間ない対外開放の歴史でもあった。中国の投資信託業界は発足当初より海外の同業者の成功した経験を学び、導入し続けてきた。とりわけ2001年11月に世界貿易機関（WTO）加盟を果たしてから、中国の投資信託業界の対外開放が一層加速し、2002年

<sup>1</sup> 本稿は「DRC-NOMURA Seminar：全株流通時代の中国株式市場の強化と整備」（2008年4月19日開催）で発表された「中国の投資信託業界の対外開放の歴史と発展の方向について」の内容を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり発表内容の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

\* 郭特華 工銀瑞信（ICBC Credit Suisse）基金管理会社 総経理

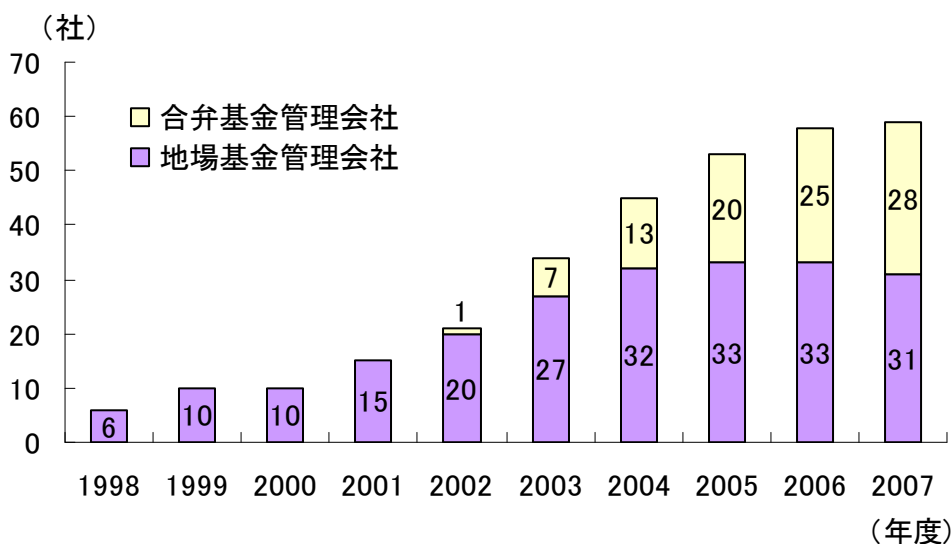
12月、中国における合弁基金管理会社（運用会社）の第一号として招商基金管理会社の設立が認可されたことを皮切りに、2003年には5社の新しい合弁基金管理会社が相次いで設立された。同じ年にカナダのモントリオール銀行は富国基金管理会社に出資した。その後も多くの合弁基金管理会社が続々と設立されるとともに、一部の基金管理会社は資本関係の再編を通じて、中外合弁基金管理会社に転換された。図表1に示された年度別の合弁基金管理会社数と地場基金管理会社数の推移から分かるように、現在国内にある59社の基金管理会社のうち、合弁基金管理会社の数はその50%に近い28社に上っている<sup>2</sup>。

これらの合弁基金管理会社の進出により、外資系金融機関は国内の投資信託市場に進んだ経営管理理念と投資理念を導入した。直近三年間で、中国の基金管理会社による投資信託が、アジアの権威ある資産運用業界誌《アジア・アセット・マネジメント》で数回受賞するなど、その実力が海外の同業者に認められつつある。これは国内の投資信託業界が経営管理と投資パフォーマンスなどにおいて国際化へ向かって邁進していることを物語るものと考えられる。

この数年の発展で、国内の投資信託業界は、市場シェアとパフォーマンスのいずれにおいても、地場基金管理会社と合弁基金管理会社が競い合いながら、ともに発展していく傾向を示している。図表2は年度別の地場基金管理会社と合弁基金管理会社の資産の市場シェアを表し、図表3は「中国証券報」が主催した2007年の“Golden Bull賞”における地場基金管理会社と合弁基金管理会社の受賞割合を表している。

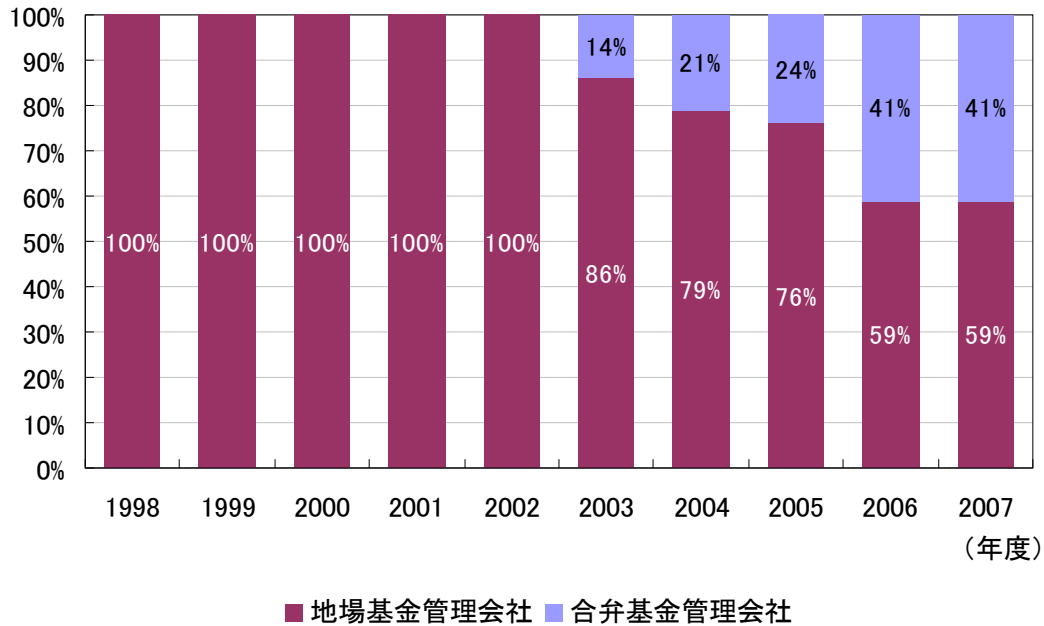
上述から分かるように、中国の投資信託業界の対外開放によって、一部の人々が懸念していた外資による独占が起きるところか、有益な市場競争が促進され、投資信託業界の国際化の促進、市場構造の最適化、投資信託業界の経営管理レベルと競争力の底上げに繋がった。

図表1 年度別の合弁及び地場基金管理会社数の推移

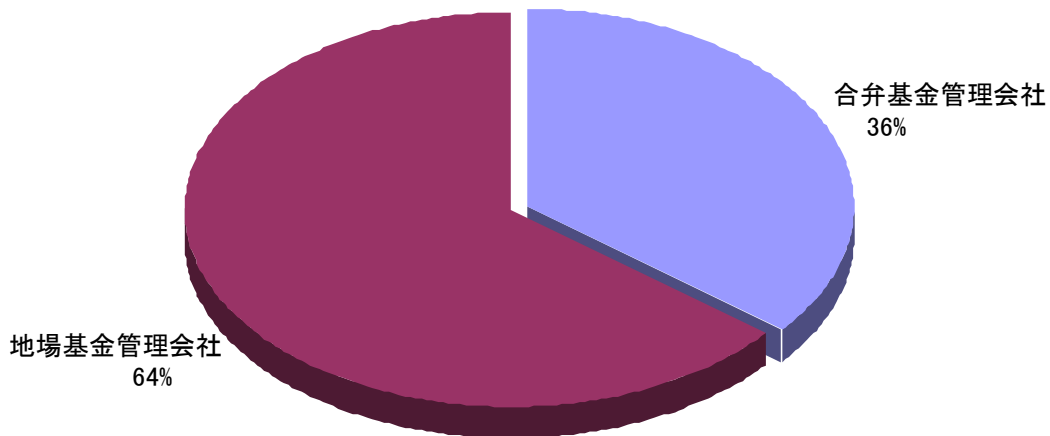


<sup>2</sup> なお、中国証券監督管理委員会の統計では、2008年3月末時点の基金管理会社は合計60社で、うち30社が合弁基金管理会社となっている（訳者注）。

図表 2 年度別の地場と合弁基金管理会社の投資信託の市場シェア-口数



図表 3 第 5 回投資信託 “Golden Bull 賞” における合弁と地場基金管理会社の受賞割合



## Ⅱ、中国の投資信託業界の対外開放の発展の方向

### 1. 外資による中国の投資信託市場への参入が一層強化される

中国経済の高度成長により、中国の資本市場は国際レベルで重要な影響力をもつ市場になっている。中国の資本市場の対外開放の進展に従って、中国の投資信託業界の対外開放のレベルが更に高まることが予想される。一方では、より多くの海外の資産管理機関が中国市場に進出し、合弁基金管理会社の数が増えていくことも予想される。例えば、2005年に設立された銀行系基金管理会社3社はいずれも合弁によるものであり、2006年に新たに設立された基金管理会社5社のうちの4社が合弁基金管理会社である。2007年に設立された浦銀安盛基金管理会社もやはり

合弁基金管理会社である。そのほか、2007年に地場基金管理会社2社が合弁基金管理会社に転換するなど、地場基金管理会社の数は次第に減少していく傾向にある。その一方、海外の資産管理会社は資本参加した基金管理会社における出資比率を増やし、合弁基金管理会社でのプレゼンスと発言権の増強を図っていくだろう。中国のWTO加盟時のコミットメントによると、2004年11月より、外資側株主は合弁基金管理会社の株式持分を49%まで増やすことができる。現在28社ある合弁基金管理会社のうち、外資の出資比率が上限の49%に達しているのは14社、外資の出資比率が30%を上回っているのは23社である。諾德基金管理会社（ロード・アベット）と中欧基金管理会社の外資側株主の出資比率は49%であるが、基金管理会社の相対的なマジョリティを取っている。また、国内の投資信託業界は、合弁以外の方法での外資との協力を前向きに検討している。例えば大成基金管理会社によるドイツ銀行、匯添富基金管理会社（ユニバーサル）によるキャピタル・インターナショナル社との戦略提携などが挙げられる。

このように、多くの強力な海外資産管理機関が国内投資信託市場に参入することにより、市場競争が一段と激しさを増し、競争分野は国内市場でのマーケティング、投資管理、商品のイノベーションに留まらず、ブランド管理、国際市場での商品開発、マーケティング、投資管理へと拡大することが予想される。市場競争をしていく中で、外資をバックにした合弁基金管理会社は、株主の資源を利用できる相対的な優位性からより強い競争力を発揮していくだろう。

## 2. 金融の規制緩和により他の資産管理機関も続々と登場し、市場競争が更に激化

中国の金融市場の対外開放のレベルアップ、国際レベルでの金融機関のコングロマリット化の傾向に合わせて、中国の金融規制は次第に緩和されつつある。現在の金融監督体制では、銀行、信託、保険、証券及び投資信託の各業界毎に監督当局が異なる。また、監督当局間の規制に関する考え方が若干異なっているため、金融機関を取巻く業務環境も異なる。近年、商業銀行、信託会社、保険会社等の金融機関に対する規制環境は全体的に緩和される方向にあり、新商品の発売が基本的に届け出制であるのに対し、投資信託業界の商品発売は依然として厳格な審査・認可制のままとなっている。規制環境が緩やかであるため、商業銀行の資産運用商品、信託会社の提供する信託を利用した投資運用商品の種類が非常に豊富で、かなりの資産規模にまで達している。多くの投資運用商品は形式的にも実質的にも投資信託と殆ど変わらない。このほど、数社の保険資産管理会社も第三者向け資産管理投資運用商品を販売し、投資信託業界に進出し始めた。

また、「信託法」の実施により、私募ファンドを巡る制度環境が次第に整備され、その運営が合法化されたため、国内外の私募ファンドは競って中国の資産管理業に参入し始めている。しかし、私募ファンドに対しては、実質的な政府の規制がなく、市場の環境が比較的緩やかであるため、公募ファンドと資金、人材面等で競争するなど、公募ファンドに大きな影響を与えている。

総じて言えば、中国の金融規制が次第に緩和されていく中で、各種金融機関と国内外の私募ファンドは相次いで国内の資産管理業務に進出し、業界の競争が激しくなりつつある。

## 3. 海外進出によるグローバル運用の展開

2007年6月の中国証券監督管理委員会による「適格国内機関投資家の海外証券投資に関する管理試行規則」の公布は、国内投資信託業界による海外証券市場でのグローバル運用のきっかけ

となった。2007年、合計14の基金管理会社に適格国内機関投資家（QDII）<sup>3</sup>の資格が付与され、4社がQDII商品を販売した。現在多くの基金管理会社がQDIIの資格を申請し、QDII商品を販売するための準備を行っている。グローバル運用は、世界の資産運用業界の目指す方向であり、国内基金管理会社によるQDII業務の展開は、中国の投資信託業界がこの流れに身を投じたことを意味する。現段階では、国内基金管理会社によるQDII商品は、主として中国国内で資金を募集して海外の資本市場で証券投資を行うものであるが、今後はグローバル運用業務の進展により、国内基金管理会社がグローバルに資金を集め、国際資本市場で運用し、全面的に市場競争に参加する国際資本市場での真のプレーヤーになると筆者は確信している。

#### 4. 中国と海外の経営文化が絶えず融合し、国際化のレベルが向上

中国の投資信託業界は、当初、「国際化」を重要な原則として貫いてきた。多くの基金管理会社は国際的な投資信託業界の慣行に従い、比較的整備されたガバナンス体制を備え、国際ルールに合致する業務管理規則と経営メカニズムを導入してきた。同時に、海外での留学経験または業務経験のあるハイレベルな人材を多数採用してきた。正直なところ、現在、地場基金管理会社と合弁基金管理会社とを比較しても、株主構成と経営文化面では若干異なるかもしれないが、運営メカニズム、ビジネスの枠組み、人材面などにおいては殆ど変わらない。中国の投資信託業界の対外開放の進展、とりわけ基金管理会社系 QDII 業務の推進によって、国内の投資信託業界における中国と海外の経営文化が更に融合し、国際化のレベルが更に向上すると考えている。

### Ⅲ. 投資信託業界の対外開放の深化に伴う挑戦とその対策

これまで述べてきたように、中国の投資信託業界の対外開放が深まるに従って、国内基金管理会社は、国内と海外の資本市場において業務が複雑化し競争が激化するという環境に置かれつつある。特に、国際的な資本市場に進出してグローバル運用を行う場合、以下のような一連の課題にさらされている。

#### 1. 基金管理会社の資本規模の問題

基金管理会社の業務の本質は「受託資産運用」である。通常、基金管理会社の資本金の規模は、その資産管理規模と完全に比例する必要はない。しかし、一定の業務規模になると、基金管理会社の資本金規模は、業務展開上の重要な要素になる。基金管理会社の自己資本規模が大きければ大きいほど、管理できる業務経営リスクが大きくなり、業務の開拓の余地も大きくなる。例えば、中国証券監督管理委員会は、基金管理会社による QDII 業務及び特定の資産管理業務に関しても資本規模の要件を設けている。

昨今、管理資産規模が 3,000 億米ドル以上ある大手資産管理会社は、殆ど全ての主要な金融市場に営業拠点を設けているグローバル・カンパニーである。グローバルな商品を開発するためには、グローバル市場に関する深い知見が必須である。基金管理会社は、海外業務を開拓するためには、ハード面の整備を行い、海外市場に拠点を設け、特に主要な市場には専門部隊を置いて投資研究を行う必要がある。もし拠点がなければ、法制度、取引慣行、時差などの制約から、基金管

<sup>3</sup> Qualified Domestic Institutional Investors の略称（訳者注）。

理会社は本格的なグローバル運用を展開することができない。国内の基金管理会社は、グローバル運用を行う場合、長期的に考え、海外の重要な金融センターに独自の営業拠点を設置していく必要がある。そのためにも基金管理会社にはより大規模な資本金が求められる。

ブルームバーグの統計によると、2007 年末現在の米国の資産管理とカストディアン業界の上場企業の平均株主資本は 26.3 億ドルであり、うち上位十社の平均株主資本は 152 億ドルであった。2007 年に基金管理会社として最初に上場を果たした香港の恵理集団の 2006 年末現在の株主資本は 9.78 億香港ドルに達した。米国の上場基金管理会社の最大手の一つであるレグ・メイソンは、2007 年末現在で 9,690 億ドルの管理資産規模に対し、総資産 96 億ドル、株主資本 65 億ドルとなっていた。

ところが、国内の基金管理会社の多くが 100 億元を超す資産を管理しているものの、自己資本が非常に少ない。工銀瑞信基金管理会社の場合、登録資本金が 2 億元あり、多いほうに数えられる。ほかの基金管理会社の登録資本金は大体 1-2 億元前後に留まっている。国内の他の競争相手と比べても、基金管理会社の資本規模は優位となっていない。例えば保険会社の傘下にある数社の資産管理会社の登録資本金はいずれも数億元以上であり、中でも中国人寿保険資産管理会社の登録資本金は 10 億元にも達している。

基金管理会社の自己資本規模が小さいため、短期的には世界の主要な金融センターに独自の営業拠点を構えることは困難である。一定の資本規模がないと、会社は相当の財務上の制限を抱え、大きな経営リスクをとることができない。また、グローバル資産管理業の後発組である中国の投資信託業界にとって、伝統的な発展の道を歩むこと以外に、飛躍的な発展を遂げるための重要な手段の一つが M&A である。M&A 戦略を実施するためにも中国の基金管理会社には強大な資本力が求められる。資本問題を基金管理会社自身の内部留保によって次第に解決していくのも一つの方策ではあるが、発展のスピードが制約されることを考えれば、主な解決方法はやはり増資と IPO ではないかと思われる。

## 2. 人材の問題

基金管理会社の重要な資産は人材である。基金管理会社の国際資本市場への進出には国際的に通用する人材は必要不可欠であり、プロとしての自覚を有し、国際金融市場の運営ルールに精通した人材チームが求められる。

中国の投資信託業界はこれまでの 10 年間の発展で、2006 年と 2007 年に目を見張るような実績を挙げたほか、多くのプロフェッショナルを育成した。しかし、運用のグローバル化というチャレンジに直面する中で、現在所有する人材では海外運用のニーズを満たすことはできない。大多数の国内基金管理会社にとって、海外市場、中でも一部の新興市場はまったく馴染みの無い世界である。ファンドマネジャーの多くは海外での実際の投資経験を持っておらず、アナリストの海外市場に関する理解度と知見も不十分である。十分な準備もせず盲目的に海外に進出すれば必ず失敗する。従って、既に販売している QDII 商品は、いずれも海外から投資アドバイザーを招聘して、その支援を得ながら海外市場での運用を行っている。しかし、国際化していく中での人材問題を根本的に解決するために、最終的にはやはり自前で人材を育て上げていくしかない。

人材の国際化には以下の内容が含まれる。

- ① 人材採用の国際化。グローバルレベルで優秀な人材を募集する。欧米、香港、台湾等を重点に市場をよく知り、海外での投資実績を有する経験豊かな人材を採用する。また、海外の名

門校出身の優秀な人材を採用して、海外投資のための投資アナリストとして育てる。

- ② 人材育成の国際化。海外から人材を採用すると同時に、国内人材の育成を重要視しなければならない。国内の投資アナリストを海外市場へ派遣して海外投資環境を体験させ、実務の中で鍛え、国際化のための各種研修を受けさせる。また、海外のパートナーとの協力関係を活用して、その優れた技術と経験を学ばなければならない。
- ③ 人材管理の国際化。人材の管理とインセンティブも国際的な慣行に合わせていく必要がある。海外の資産管理業界の人材管理モデルを学び、それを参考に科学的で適切な人的資源の管理制度を整備し、効果的なインセンティブ手段で、安定した人材チームを作り上げていく。

### 3. 企業管理レベル

ほかの全ての業種と同じく、基金管理会社の発展も最終的には企業経営管理レベルの向上にかかっている。海外営業拠点の整備と共に、基金管理会社の管理の範囲も広がっている。現状では、中国の基金管理会社には大体一つの本部しかない。一部の基金管理会社は北京、上海や深圳等の主要都市に営業拠点を設けているが、総じて言えば管理の範囲は国内に留まっている。中国国内の法制度に詳しいものの、海外拠点ができると、管理を直ちに海外へ広げていく必要がある。各国の法制度がそれぞれ異なる上、24時間フルタイムの営業を展開することになるかもしれないため、基金管理会社の管理レベル、管理スキル及びシステム機能の大幅な向上が求められる。多くの基金管理会社にとって、これらは大きな挑戦になる。例えば、最近工銀瑞信基金管理会社が香港での営業拠点設立について検討したところ、香港での支店開設に関する法務、労務、税務問題は非常に複雑で、よく調べなければならないことが分かった。詳細に研究しなければ、法律に違反する恐れがある。

これらの挑戦に立ち向かっていくために、基金管理会社は順序良く漸進的に経営改革を進める一方で、海外の成熟した資産管理会社の経験を学び、豊富なグローバル運用経験を有する人材を管理職として招聘し、ブランド構築、マーケティング、内部統制等の分野において独自のグローバル管理ネットワークを徐々に整備していかなければならない。

### 4. グローバル運用の管理能力

資産運用業の重要な競争力は、投資管理能力である。グローバルな資本市場の金融商品は種類が多く、中でもデリバティブ等の金融手段の運用メカニズムが複雑で、国内市場と大きく異なっている。グローバル運用は、投資研究、リスク管理、内部統制等多くの面において基金管理会社に非常に高い要求を求めている。基金管理会社は海外の有名な資産管理機関の科学的投資理念、進んだリスク管理技術を習得し、導入しなければならない。例えば、国内市場では、株式資産だけを保有し、ベンチマークとの比較だけであれば、ポートフォリオのリスク管理は比較的簡単だと思われる。しかし、いざ国内の基金管理会社が国際市場へ進出し、ポートフォリオに異なる通貨建ての資産のほか、先物やオプション等のデリバティブが含まれると、従来のリスク管理手法では任に耐えることができない。先進的かつ定量的なリスク管理技術とツールを導入して、ポートフォリオの各種リスクを的確かつ精密に管理していく必要がある。

## 著者紹介

郭 特華 (Guo Tehua)

工銀瑞信(ICBC Credit Suisse)基金管理会社 総経理

経済学博士、19年間の金融業務経験、10年間の基金業務経験

1989年から中国工商銀行に勤め、中国工商銀行総行（本店）商業信貸部、資金計画部副処長、本店資産托管部処長、副総経理などを経て、2005年6月より現職。

- ・ 工銀瑞信(ICBC Credit Suisse)基金管理会社は、中国工商銀行（55%）、COSCO（20%）、CSFB（25%）の合弁によって2005年6月に設立された。

。



*Chinese Capital Markets Research*